



**JURISTISCHE FAKULTÄT**



**UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG**  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Das IPR der Kapitalmarktdelikte  
Unter besonderer Berücksichtigung der Brüssel Ia- und Rom II-  
VO“**

Dissertation vorgelegt von Margarita Kontogeorgou

Erstgutachter: Prof. Dr. Marc-Philippe Weller

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

## **Zusammenfassung der Doktorarbeit:**

### **„Das IPR der Kapitalmarktdelikte“**

Die besondere Ausgestaltung des Wertpapieremissionsgeschäfts auf europäischer sowie auf internationaler Ebene hat zur Folge, dass der Markt die Rolle des Intermediärs zwischen den um Kapitalwerbenden Unternehmen und dem in seiner Zusammensetzung heterogenen Anlegerpublikum übernommen hat. Grund dafür sind vor allem die fehlenden persönlichen und rechtlichen Beziehungen und der fehlende Kontakt zwischen Emittenten und Anlegern – und dies sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt.

Um der Rolle des Intermediärs nachkommen zu können, bedarf es aus Sicht der Informationsökonomie, dass der Wertpapiermarkt als Teil des Finanzmarktes über informationelle Effizienz verfügt. Dadurch wird zum einen ein informationsbedingtes Marktversagen abgewendet, während zum anderen eine bestmögliche Kapitalallokation gewährleistet wird, indem bei der Preisbildung alle öffentlichen Informationen zu einer bestimmten Anlage berücksichtigt werden (halbstrenge Kapitalmarkteffizienzhypothese).<sup>1</sup> Auf diese Weise fließt das Kapital der Investoren an diejenigen Stellen, wo es am dringendsten benötigt wird, und rentable Unternehmen erhalten Kapital gemäß ihrem wahren Wachstumspotenzial.

Auf diesen ökonomischen Erkenntnissen fußt das sowohl in Europa als auch in den USA herrschende Kapitalmarktregelungsmodell in Gestalt des Informationsparadigmas, das börsennotierten Unternehmen Zulassungs- sowie Zulassungsfolgepflichten auferlegt. Zu den wichtigsten unter diesen Publizitätspflichten zählen die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapierveräußerungsprospekts beim Börsengang („Initial Public Offering“ - IPO) sowie die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapiererwerbsprospekts bei öffentlichen Übernahmeangeboten. Ad-hoc-Publizitätspflichten betreffen den Emittenten am Sekundärmarkt.

Vollständige Informationen über Wertpapiere und deren Emittenten kommen ferner – zusammen mit den Wohlverhaltensregeln – dem Anlegerschutz zugute. Darüber hinaus stellen diese Informationen ein wirksames Mittel dar, um das Vertrauen der Kleinanleger und der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in die Wertpapiere zu erhöhen und so zur reibungslosen Funktionsweise und zur Entwicklung der Wertpapiermärkte beizutragen.

Das Bedürfnis nach billiger Kapitalaufnahme an den EU-Märkten durch die Errichtung eines Binnenmarkts für Finanzdienste<sup>2</sup>, in dessen Rahmen die Nutzer und Anbieter von Finanzdienstleistungen die Geschäftsmöglichkeiten eines einheitlichen Finanzmarkts unbeschränkt nutzen können, hat seit dem Jahre 1998 bis heute hervorgerufen, dass der europäische Verordnungs- und Richtliniengeber die Publizitätsvorschriften weitgehend

---

<sup>1</sup> Fama, Efficient Capital Markets, in: Journal of Finance, 1970, S. 383, 409.

<sup>2</sup> Financial Services Action Plan (FSAP) der Europäischen Kommission, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf).

harmonisiert hat. Nunmehr ist das europäische Kapitalmarktordnungsrecht weitaus einheitlicher geregelt.<sup>3</sup> Dies gilt jedoch für die korrespondierenden Haftungsnormen nicht. Die Rahmenrechtsakte machen mit wenigen Ausnahmen keine Vorgaben zum zivilrechtlichen Instrumentarium der Normdurchsetzung.<sup>4</sup> Lediglich Art. 6 der Prospektrichtlinie verlangt von den Mitgliedstaaten, eine Haftungsgrundlage für die Verletzung der Prospektpflicht bereitzuhalten.<sup>5</sup> Die Regelung der zivilrechtlichen Haftung für Fehlinformation im Prospekt bleibt mithin nach wie vor dem einzelnen Mitgliedstaat überlassen. Aus diesem Grund wird das Internationale Privatrecht aufgerufen, um zu bestimmen, welchem Prospekthaftungsrecht innereuropäische Sachverhalte zu unterziehen sind, wenn Anleger oder emittierende Unternehmen die nationalen Grenzen verlassen und weitere Kapitalmärkte in Anspruch nehmen.

Es handelt sich hierbei um eine brisante Thematik, wie es *Lehmann* im Jahre 2012 formuliert hat, nach welchem Recht sich die zivilrechtliche Haftung für Delikte auf dem Finanzmarkt bestimmt.<sup>6</sup> Auf international vernetzten Finanzmärkten wirken sich Delikte – wie beispielsweise unrichtige oder fehlende Angaben in Prospekten, falsche oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen, Verletzungen der Regeln über die Beteiligungspublizität, auf falschen Tatsachen beruhendes Kreditrating, fehlerhafte Erwerbs- oder Übernahmeangebote, Insiderhandel oder Marktmanipulationen – in verschiedenen Staaten aus. Dies führt zu der Frage, welches nationale Recht auf die Haftung des Täters anzuwenden sei.<sup>7</sup> Das Problem der Anknüpfung der internationalen Prospekthaftung hat bereits im Schrifttum besondere Beachtung gefunden: *Assmann* behandelt die Prospekthaftung in seiner Habilitationsschrift bereits im Jahre 1985 in einem Rechtsvergleich aus deutscher und US-amerikanischer Perspektive.<sup>8</sup> *Floer* plädiert grundsätzlich für eine Anknüpfung der internationalen Prospekthaftung an das Recht des Zulassungsortes und differenziert die Anknüpfung bei mehrfacher internationaler Börsennotierung nach Art des Erwerbsgeschäfts.<sup>9</sup>

In den folgenden Jahren erschienen Aufsätze, welche der übergreifenden Problematik der Anknüpfung der deliktischen Haftung für Spezialdeliktstypen nach der Rom II-Verordnung gewidmet sind. Hierzu zählt der Aufsatz *Junkers*, der im Rahmen der Begründung eines Reformvorschlags der Rom II-VO auch die Thematik der Anknüpfung der Prospekthaftung behandelt.<sup>10</sup>

---

<sup>3</sup> Zu den einschlägigen Verordnungen und Richtlinien unten in Teil 1 Kap. 2.

<sup>4</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Fleischer/Kalss/Vogt (Hrsg.), *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, 2015, S. 294.

<sup>5</sup> “The Prospectus Directive established a harmonised legal framework for disclosure in securities prospectuses. However, the directive does not contain any harmonised provisions in respect of civil liability for incorrect information in a prospectus or other infringements relating to prospectuses. As set out in the Introduction, Article 6 of the PD only requires the Member States to ensure that their legal and administrative provisions on civil liability apply to those persons who are responsible for the information given in a prospectus.” ESMA Report Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, S. 12, abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619\\_report\\_liability\\_regimes\\_under\\_the\\_prospectus\\_directive\\_published\\_on\\_website.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf).

<sup>6</sup> *Lehmann*, Vorschlag für eine Reform der Rom II-VO im Bereich der Finanzmarktdelikte, IPRax 2012, 399.

<sup>7</sup> *Lehmann*, IPRax 2012, 399.

<sup>8</sup> *Assmann*, Prospekthaftung, 1985.

<sup>9</sup> *Floer*, Internationale Reichweite der Prospekthaftung, 2002.

<sup>10</sup> *Junker*, Der Reformbedarf im Internationalen Deliktsrecht der Rom II-Verordnung drei Jahre nach ihrer Verabschiedung, RIW 2010, 257, 260.

Eine an der Reichweite der Prospekthaftung nach autonomem deutschem Recht (§ 44 Abs. 3 BörsG a. F.) im Zusammenhang mit den einschlägigen europäischen Vorschriften (Prospekt-Richtlinie) orientierte Betrachtung bieten *Bischoff*,<sup>11</sup> *Oulds*<sup>12</sup> und *Kuntz*.<sup>13</sup>

Wichtige Erkenntnisse im Bereich der Anknüpfung der Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung liefern Aufsätze von *von Hein*, *Weber* sowie von *Tschäpe*, *Kramer* und *Glück*.<sup>14</sup>

*Kronke* befasst sich ebenfalls mit der Prospekthaftung und geht von einer Anknüpfung an den Markttort aus.<sup>15</sup>

*Denninger* nimmt in seiner Dissertation 2015 eine vorwiegend rechtsvergleichende Analyse vor und befürwortet eine akzessorische Anknüpfung der internationalen Prospekthaftung an die Prospektpflicht.<sup>16</sup>

*Uhink* plädiert hingegen in seiner Dissertation für eine Anknüpfung an den Markttort durch die Aufnahme einer speziellen Kollisionsnorm für die Prospekthaftung in Rom II-VO.<sup>17</sup>

Weniger hervorgehoben sind hingegen im Rechtsdiskurs die Fragen der Anknüpfung deliktischer Ansprüche aufgrund fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen (§ 37b, 37c WpHG) und die Verletzung von Prospektpflichten bei Übernahmeangeboten (§ 12 WpÜG). Eine umfassendere Abhandlung der internationalen Kapitalmarkthaftung nach rechtsdogmatischer Einordnung der einschlägigen Publizitätspflichten stellt die Abhandlung von *Hellgardt* und *Ringe* dar, welche die Anknüpfung der Publizitätspflichten an das Recht am Sitz des Emittenten und die Anknüpfung der Haftung akzessorisch an die Publizitätspflicht vorschlagen.<sup>18</sup>

*Steinrötter* (erschieden im Jahre 2014) plädiert in seiner Dissertation für den Gleichlauf des Prospekthaftungsrechts und des Kapitalmarktordnungsrechts des Billigungsortes des Prospekts. Er verallgemeinert diesen Ansatz für die übrigen der kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände und der entsprechenden Publizitätspflicht.<sup>19</sup>

Ins Blickfeld dieser Dissertation rücken noch zwei kapitalmarktrechtliche Haftungstatbestände: die Haftung aus fehlerhafter Angebotsunterlagen bei Wertpapierübernahmeangeboten (§ 12 WpÜG) sowie die Ad-hoc-Publizitätshaftung (§§ 37b und 37c WpHG). Die Auswahl erfolgt auch vor dem Hintergrund des gleichgearteten Haftungsgrunds, des geschützten Rechtsguts sowie der Ausgestaltung der Tatbestandsmerkmale und ihrer Signifikanz für die deutsche Rechtspraxis. Da Anschauungen ohne Begriffe

---

<sup>11</sup> *Bischoff*, Internationale Börsenprospekthaftung, AG 2002, 489 ff.

<sup>12</sup> *Oulds*, Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Kapitalmarkttransaktionen, WM 2008, 1573 ff.

<sup>13</sup> *Kuntz*, Internationale Prospekthaftung nach Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes, WM 2007, 432 ff.

<sup>14</sup> *von Hein*, Die Internationale Prospekthaftung im Lichte der Rom II-VO, in: *Baum* u. a. (Hrsg.), Perspektiven des Wirtschaftsrechts, 2008, 372 ff.; *Weber*, Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung, WM 2008, 1581 ff.; *Tschäpe/Kramer/Glück*, Die Rom II-Verordnung – Endlich ein einheitliches Kollisionsrecht für die gesetzliche Prospekthaftung?, RIW 2008, 657, 662.

<sup>15</sup> *Kronke*, Capital Markets and Conflict of Laws, in: *Recueil des Cours* 286, 2000, 249 ff.

<sup>16</sup> *Denninger*, Grenzüberschreitende Prospekthaftung und Internationales Privatrecht, 2015.

<sup>17</sup> *Uhink*, Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-VO, 2016.

<sup>18</sup> *Hellgardt/Ringe*, Internationale Kapitalmarkthaftung als Corporate Governance, ZHR 173 (2009), 802, 809 ff.

<sup>19</sup> *Steinrötter*, Beschränkte Rechtswahl im Internationalen Kapitalmarktprivatrecht und akzessorische Anknüpfung an das Kapitalmarktordnungsstatut, 2014.

blind sind,<sup>20</sup> erfolgt im ersten Teil zunächst die Grundlegung und Erläuterung der Kernbegriffe für diese Studie, wie vor allem des Begriffs der „Kapitalmarktinformation“ und des „öffentlichen Angebots“. Daraufhin folgt eine Skizzierung der wirtschaftlichen Sachlage des Emissionsgeschäfts, die eine tiefere Einsicht in die gesonderten kapitalmarktrechtlichen Rechtsverhältnisse verschafft. Dieses Grundverständnis ist nachfolgend mit Blick auf die Möglichkeit zur wirksamen Vereinbarung einer Gerichtsstandsabrede oder einer Rechtswahl zwischen den Akteuren von erheblicher Bedeutung. Sodann wird auf die materiellrechtlichen Aspekte eingegangen. Zunächst wird die ökonomische Funktion der Pflicht und Haftung eingegangen. Daraus werden diejenigen Erkenntnisse abgeleitet, die im dritten Teil für die kollisionsrechtliche Beurteilung z. B. bei der Bestimmung der Frage der Qualifikation als Eingriffsnormen, fruchtbar gemacht werden.

Da die Informationshaftung am Kapitalmarkt von den Mitgliedstaaten disparat geregelt ist – sogar das Schrifttum ist uneins, ob die bestimmten Haftungsarten deliktischer, vertraglicher oder quasivertraglicher Natur sind – ist unumgänglich zur Bestimmung des in casu einschlägigen Sachrechts die Prüfung des europäischen IPR und IZVR vorgeschaltet. Sowohl das europäische Kollisionsrecht (Rom II-VO) als auch das europäische Zuständigkeitsrecht (Brüssel Ia-VO) verfügen allerdings über keine speziellen Regelungen für die Anknüpfung der kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände. Anwendung finden daher die Grundnormen der beiden Regelwerke: Art. 4 Rom II-VO (Erfolgsortanknüpfung) sowie Art. 4 (Zuständigkeit am Wohnsitz des Beklagten) und 7 Brüssel Ia-VO (Deliktsgerichtsstand). Dabei sind jedoch die Zuständigkeitsfragen hinsichtlich eines interessengerechten Gerichtsstands für informationsbedingte Kapitalanlegerklagen bisher nicht befriedigend geklärt. Es muss ein Ansatz gefunden werden, der die zuständigkeitsrechtlichen Beklagten- und Klägerinteressen berücksichtigt. Alles andere würde das in Art. 81 Abs. 2 Buchst. e AEUV verankerte Recht der Parteien auf einen effektiven Zugang zum Recht vereiteln. Bei der Abwägung von Kläger- und Beklagteninteressen muss bei informationsbedingten Kapitalanlegerklagen beachtet werden, dass die klagenden Investoren in aller Regel von der Geltendmachung ihrer im Vergleich zum Wert ihres Portfolios geringfügigen Ansprüche absehen („rationale Apathie“).<sup>21</sup> Auf der anderen Seite steht die der Brüssel Ia-VO zugrunde liegende Maxime der Vorhersehbarkeit für den Beklagten.<sup>22</sup>

Die der Lokalisierung von Vermögensschäden zur Begründung des Deliktsgerichtsstands immanenten Schwierigkeiten sind in mehreren Aufsätzen und Monografien angesprochen: *Bachmann* stellt auf den Markttort als relevanten Erfolgsort ab.<sup>23</sup> Er versteht den Markttort jedoch als den Empfangsort der fehlerhaften Information im Sinne des Art. 15 Abs. 1 Buchst. c EuGVO a. F.<sup>24</sup> Dass der Ort der Kontobelegenheit besonders manipulationsanfällig durch den Anleger sein kann, etwa durch einen zuständigkeitsbegründenden Transfer der Vermögensanteile, stellt *von Hein* fest.<sup>25</sup>

---

<sup>20</sup> Gedanken ohne Inhalt sind leer, Anschauungen ohne Begriffe sind blind, *Kant*, Kritik der reinen Vernunft, 2. Aufl. 1787, Einl.

<sup>21</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt*, (Hrsg.), *Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, 2015, S. 296-297.

<sup>22</sup> Siehe Erwägungsgr. Nr. 15 der Brüssel Ia-VO.

<sup>23</sup> *Bachmann*, Die internationale Zuständigkeit für Klagen wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, *IPRax* 2007, 77, 82.

<sup>24</sup> *Bachmann*, Die internationale Zuständigkeit für Klagen wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, *IPRax* 2007, 77, 82.

<sup>25</sup> *von Hein*, *IPRax* 2005, 17, 21.

Ziel des zuständigkeitsrechtlichen Teils dieser Arbeit ist es daher, zunächst zu untersuchen, ob für die angesprochenen Kapitalmarktdelikte eine gültige Gerichtsstandsvereinbarung getroffen werden kann. Fehlt es an einer solchen oder kommt sie nur schwierig wegen der abgekoppelten Rechtsverhältnisse zwischen Emittent und Anleger zustande, wird auf das Zuständigkeitsregime der Brüssel Ia-VO eingegangen. Der Brüssel Ia-VO liegt das Prinzip des *actor sequitur forum rei* zugrunde. Daraus lassen sich weiterhin das Prinzip der engen Auslegung der fakultativen Gerichtsstände (Art. 7) sowie das Vorhersehbarkeitsprinzip zugunsten des Beklagten ableiten. Ein *favor laesi* ist trotz des im Art. 7 Nr. 2 Brüssel Ia-VO verankerten Ubiquitätsprinzips nicht zu entnehmen.

Der allgemeine Gerichtsstand am Wohnsitz des Beklagten weist in Fällen der speziellen Informationsdelikte am Kapitalmarkt auch für den Kläger eine besondere Signifikanz auf, weil er als Entscheidungszentrale des Emittenten besondere Sach- und Beweisnähe hinsichtlich der Pflichtverletzung bei der Erstellung des Materials sowie des Verschuldens- und Kausalitätsbeweises verspricht. Da Art. 63 Nr. 1 Buchst. a-c Brüssel Ia-VO zur Bestimmung des Wohnsitzes von juristischen Personen sowohl an den Satzungssitz als auch an den Ort der Hauptverwaltung- Niederlassung anknüpft, kann der geschädigte Anleger bei Auseinanderfallen von Satzungs- und Verwaltungssitz (z.B. bei Air Berlin plc) dasjenige Forum auswählen, dessen Rechtsordnung ein schnelleres, günstigeres Verfahren in Aussicht stellt.

Die fakultativen Gerichtsstände des Verbrauchers und der Vertragserfüllung können insbesondere in Fällen des Kommissionsgeschäfts nicht begründet werden, zumal der Emittent weder direkt mit dem Anleger-Verbraucher kontrahiert noch eine freiwillige Verpflichtung eingeht.

Eröffnet wird hingegen nach herrschender Auffassung, der sich auch der EuGH in seiner „Kolassa“-Entscheidung anschließt, der fakultative Deliktgerichtsstand nach Art. 7 Nr. 2 Brüssel Ia-VO, der dem Kläger eine Wahl an die Hand gibt, sowohl am Handlungs- als auch am Erfolgsort zu prozessieren. Da bei kapitalmarktrechtlichen Informationsdelikten strukturelle Ungleichgewichtslagen vorhanden sind, sprechen gute Gründe für eine Einschränkung des Ubiquitätsprinzips.

Der Handlungsort wird vom EuGH für das benachbarte Rechtsgebiet der ehrverletzenden Presseveröffentlichungen (Distanzdelikte) autonom abstrakt-generell als der Ort des ursächlichen Geschehens definiert (jüngst auch über das Internet – „EDate Advertising – Martinez“). Es ist der Ort, an dem der Herausgeber seinen Sitz hat, weil von dort her das schädigende Ereignis gemacht und in Umlauf gebracht wurde. Problematisch ist in dieser Hinsicht allerdings, dass der EuGH in der „Kolassa“-Entscheidung bei der Bestimmung des Handlungsorts für Prospekthaftungstatbestände ohne Erläuterungen weitere Anknüpfungskriterien aufgestellt hat, soweit sich dort auch der Wohnsitz des Geschädigten befindet. Dieser Anknüpfungpluralismus verstößt zum einen gegen das Prinzip des *„actor sequitur forum rei“*. Dies birgt die Gefahr aufgrund des Verbots der wechselseitigen Haftungszurechnung einer erheblichen Zuständigkeitsaufspaltung. Unter Gesichtspunkten der für Vermögensdelikte erwünschten Zuständigkeitskonzentration ist daher abweichend von dem vom EuGH selbst aufgestellten Verbot der Haftungszurechnung zwecks Zuständigkeitsbegründung bei arbeitsteiliger Deliktverwirklichung geboten, ähnlich wie bei den Kartelldelikten, die Zuständigkeit einheitlich für alle Tatbeteiligte dem Gericht am Sitz des Emittenten zuzuweisen. Dies steht auch mit dem Interesse an einer abgestimmten Rechtspflege im Einklang.

Der Erfolgsort bei Vermögensschaden ist umstritten: Der EuGH hat bisher nicht klargestellt, ob der Wohnsitz des Geschädigten als Mittelpunkt seiner wirtschaftlichen Interessen oder der jeweilige Ort der Kontobelegenheit bei Auseinanderfallen der beiden Orte maßgebend sein sollte. Beide sowohl in der Lehre als auch in der Rechtsprechung vorgeschlagenen Anknüpfungsmomente sind aufgrund ihrer Ineffizienz nicht geeignet, weil sie den Klägergerichtsstand inkonsistent und abhängig von allzu oft beliebigen subjektiven Momenten (z.B. Belegenheit des Depotkontos, gewöhnlicher Aufenthalt des Anlegers) abhängig machen. Dies eliminiert die Vorhersehbarkeit für den Beklagten und ist zugleich keine bemerkenswerte Sach- oder Beweisnähe zu konstatieren.

Hingegen erscheint *de lege lata* die Anknüpfung an den ebenfalls in seiner Preiseffizienz verletzten Börsenort als Erfolgsort eine weitaus vorzugswürdigere Lösung zu sein, die auch durch die „fraud on the global market“ Theorie belegen wird, weil in den meisten Fällen dem Emittenten durchaus vorhersehbar sein kann, ob er im Ausland gerichtspflichtig würde. Damit ist jedoch das aufgezeigte Problem der „rationalen Apathie“ der Kapitalanleger bei Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Ansprüche nicht befriedigend gelöst. *De lege ferenda* wird für die Einführung eines europäischen kollektiven Verfahrens für Kapitalanlegerklagen plädiert. Dafür ist auch die Schaffung eines ausschließlichen Gerichtsstands am Sitz des Informationsherstellers (Emittent/mitwirkendes Kreditinstitut) erforderlich.

Der dritte Teil der Dissertation fragt nach einer für die behandelte Rechtsmaterie geeigneten kollisionsrechtlichen Anknüpfung. Dargelegt wird zunächst, dass die Vereinbarung einer gültigen *Ex-ante-Rechtswahl* im hiesigen Kontext die Ausnahme darstellt. Sodann wird eine Qualifikation der behandelten kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände als Eingriffsnormen abgelehnt. Sie sind dem Deliktsstatut zuzuordnen. Als Grundhypothese des kollisionsrechtlichen Teils der Studie gilt, dass die Grundanknüpfung an den Ort des gewöhnlichen Aufenthalts des Geschädigten als maßgeblichen Erfolgsort oder an den Ort des gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalts (Art. 4 Rom II-VO) rechtsökonomisch keine effiziente Lösung darstellt. Sowohl die Anknüpfung an den Erfolgsort gem. Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO als auch die Anknüpfung an den Ort des gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalts gem. Art. 4 Abs. 2 Rom II-VO verfehlen es, einen unter ökonomischen Gesichtspunkten erwünschten Gleichlauf zwischen Preis und Haftungsregime herzustellen: Erwirbt beispielsweise ein in Staat A lebender Anleger eine im Staat B neu begebene Aktie eines Unternehmens mit Hauptverwaltung in Staat A und ist das Haftungsregime des Staates A strenger, kommt es in beiden Fällen zum interstate arbitrage, das die Möglichkeiten des Emittenten beeinträchtigt, seine Preise am jeweiligen Haftungsrecht auszurichten, da er gezwungen wäre, bei seiner Preiskalkulation das erhöhte Haftungsrisiko des Rechts des Erfolgsortes oder des gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalts zu berücksichtigen. Vielmehr stellt eine Anknüpfung an den Markort die effizientere Lösung dar. Wie ist aber der Markort gerade bei fehlender physischer Erfassung zu fassen? Der als der Börsenort verstandene Markort erweist sich in Zeiten des vollelektronischen Handels als wenig zielführend. Daher ist eine funktionale Definition des Markorts geboten, welche sich sowohl aus den zugrundeliegenden kollisionsrechtlichen Interessen als auch aus der rechtsökonomischen Funktion des Kollisionsrechts ableiten lässt. In diesem Sinne ist für die internationalen Prospekthaftungstatbestände grundsätzlich auf das Recht derjenigen Marktstaaten abzustellen, auf die sich das öffentliche Angebot ausrichtet (Ausrichtungsort als Markort). Dies gewährleistet sowohl die Vorhersehbarkeit für die Prospektverantwortlichen als auch die Flexibilität insbesondere für diejenigen Fälle, in denen kein Prospekt im

Sinne der Prospektrichtlinie vorliegt und mithin nicht an das Recht des Billigungsortes angeknüpft werden kann.

Das Übernahmehaftungsstatut sollte aufgrund der Nähe zum Aktienkaufvertrag nach dem Recht des Sitzes des veräußernden Kreditinstituts bestimmt werden, das im Falle der Börsennotierung mit dem Recht am Markort übereinstimmt.

Will man für Haftungsansprüche wegen unterlassener oder fehlerhafter Ad-hoc-Publizität das Recht am betroffenen Markort gelten lassen, muss man zunächst erkennen, welcher Markort betroffen war. Aufschluss darüber gibt die Reichweite der Ad-hoc-Publizitätspflicht, die nunmehr auf europäischer Ebene einheitlich geregelt wird (Art. 17 Abs. 1 der Marktmissbrauchs-VO). Da der europäische Verordnungsgeber dabei das Auswirkungsprinzip durchsetzt, liegt es nicht fern, anzunehmen, dass auch der Markort im Sinne eines Auswirkungsortes zu verstehen wäre. Da aber die Kosten aus der Aussetzung des Emittenten an mehreren Haftungsregimen letztendlich der Kapitalverkehrsfreiheit abträglich sein kann, wird vorgeschlagen, bei mehreren Listings das Marktrecht am Emittentensitz anzuwenden.

Zugunsten der Rechtssicherheit sowie zugunsten der Schaffung eines Binnen(kapital)markts wird empfohlen, dass der europäische Gesetzgeber positiv eine Regelung für die kapitalmarktrechtliche Informationshaftung auf Metaebene trifft. Angesichts der besonderen Interessen, die dem Kapitalmarktrecht inhärent sind und die mit einigen der Rom II-VO zugrundeliegenden Wertungen nicht übereinstimmen, sollte eine Kodifikation über eine Verordnung erfolgen.